

契約者の皆様へ

2009年2月度 Monthly Report

1. 当月の概要について

株式

米国で 17 日、約 7800 億ドルの景気対策法案にオバマ大統領が署名、さらに翌 18 日には最大 900 万世帯のローン負担を軽減する住宅対策を発表しました。これに先立つ 10 日に発表されたガイトナー財務長官による金融安定化策は、具体性に欠けるとの見方が多く、その点で市場の評価を得られませんでした。一応これで財政・住宅・金融と現在の米国の経済基盤を揺るがしてきた問題に 3 点セットの対策が出揃った形です、一方で米国の株式市場はこの間概ね下げ基調、シティ国有化の憶測や AIG に対する追加支援、GM の処理法などの問題も山積しており、相場は予断を許さない状況が続いています。

なお、現在の各国株価指数の年初来騰落率は下記のようになっております。

- ・ 日経 225 -14.7% (-42.1%)
- ・ NYダウ -14.9% (-33.8%)
- ・ 香港H株 -7.9% (-51.1%)
- ・ インド SENSEX -6.3% (-52.5%)
- ・ ブラジル ボブスバ +5.8% (-41.2%)
- ・ 英国 FTSE100 -9.4% (-31.3%)
- ・ ドイツ DAX -12.4% (-40.4%)
- ・ ロシア RTS -13.1% (-72.4%)
- ・ サウジアラビア タダウル -0.6% (-56.5%)

(注) いずれも 2 月 19 時点の値、() 内数値は 2008 年年間実績

一方で約一月まえの各国株価指数を下記に挙げさせていただきますと。

- ・ 日経 225 -9.0% (-42.1%)

- ・ NYダウ -9.4% (-33.8%)
- ・ 香港H株 -11.2% (-51.1%)
- ・ インド SENSEX -5.7% (-52.5%)
- ・ ブラジル ボブスバ -0.7% (-41.2%)
- ・ 英国 FTSE100 -7.7% (-31.3%)
- ・ ドイツ DAX -11.9% (-40.4%)
- ・ ロシア RTS -18.6%(-72.4%)
- ・ サウジアラビア タダウル -5.4% (-56.5%)

(注) いずれも 1 月 21 時点の値、() 内数値は 2008 年年間実績

比較してご覧いただくと、日米欧の先進国の株は下落基調が続いているものの、香港・中国・ブラジル・インドなど新興国はやや戻し基調にあることがわかります。

【日米欧】

- ・ 日経 225 -9.0% -14.7%(-5.7%)
- ・ NYダウ -9.4% -14.9%(-5.5%)
- ・ 英国 FTSE -7.7% -9.4%(-1.7%)
- ・ 独 DAX -11.9% -12.4%(-0.5%)
- ・

【新興国】

- ・ 香港 H 株 -11.2% -7.9%(+3.3%)
- ・ ブラジル -0.7% +5.8%(+6.5%)
- ・ インド -5.7% -6.3%(-0.6%)
- ・ ロシア -18.6% -13.1%(+5.5%)
- ・ サウジ -5.4% -0.6%(+4.85%)

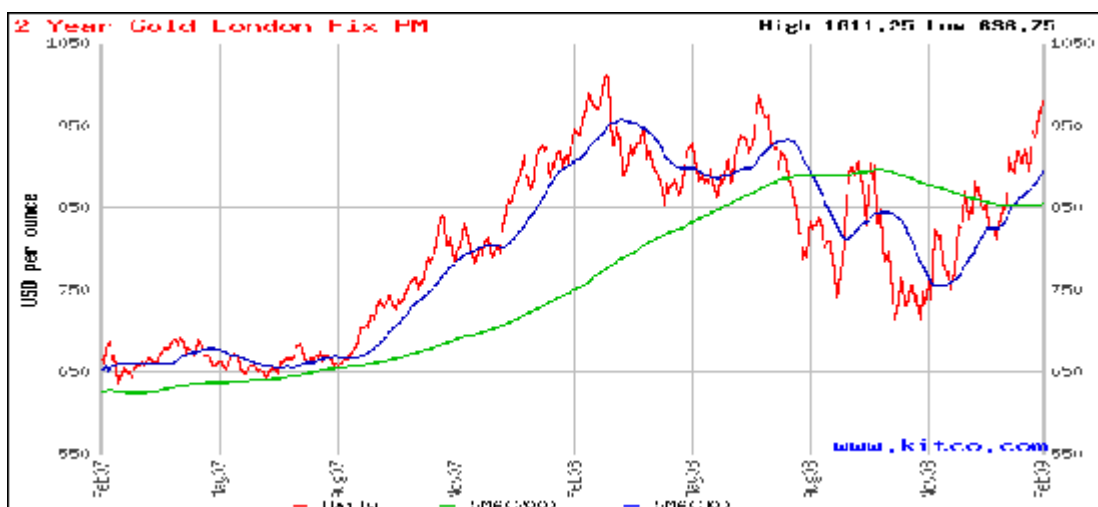
(注) 左側数字は 1 月 21 時点の年初来騰落率、右側数字は 2 月 19 日時点のもの、() 内は変化度合い。

先進国株の下落基調と、新興国株にみられる底固さ・・・これは今から起きる何事かを示唆しているのでしょうか・・・それとも株価下落が先進国から新興国へ広がる過程にすぎないのでしょうか。

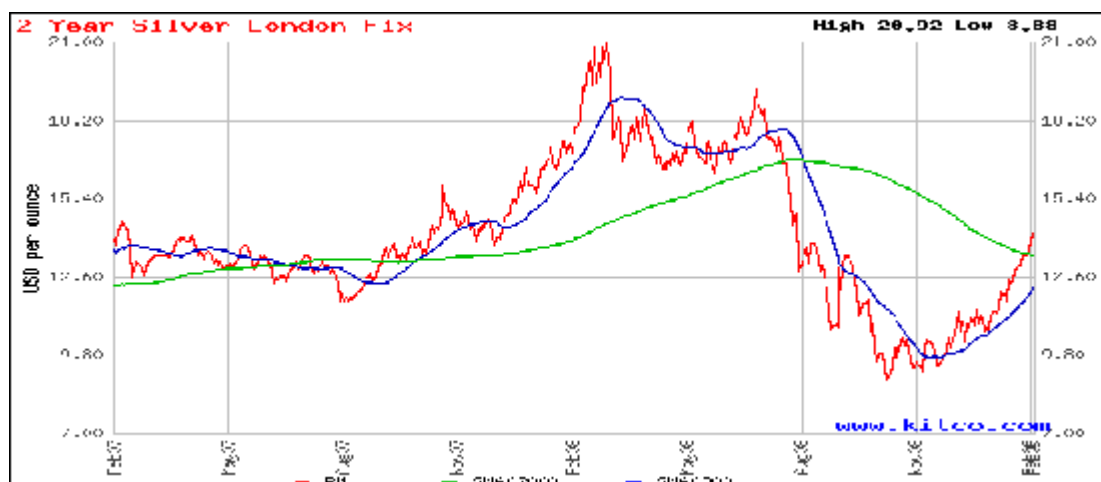
コモディティ

2月に入っても、あいかわらずコモディティ全体ではボックス圏の動きに終始しておりますが、個別にみますと金・銀・プラチナなど貴金属などのように明確な反転上昇をみせて

いるものもあります（下記チャートご参照）



（直近2年間の金の値動き：Kitco サイトより）



（直近2年間の銀の値動き：Kitco サイトより）

金の直近の安値は2008年11月の1オンス=712ドルで、現在値【注】980ドルは左記安値から+37.6%の水準、これに対し銀の直近安値は同じく2008年10月で、1オンス=8.88ドルというのがありました、現在値14.26ドルは左記安値から+60.6%の水準となっております。

銀は金に比べ市場が小さく、昔からよく「落ち着きのない金属」と呼ばれ、ボラティリティが高い性格を持っています、今回の底打ちからの反転率は金に比べ大きくなっています

が、これは銀の特徴をよく表しているといえるでしょう。

【注】現在値は 2009 年 2 月 19 日付ロンドン市場の終値。

一方で金は 2008 年 3 月につけた過去最高値 1011 ドルをうかがう展開ですが、これは現在のペーパーマネーに対する信任の低下を反映したものでしょう、市場では金の先高感が台頭していますが、一部欧州の金融機関が指摘するように、2009 年の金の平均価格が 1200 ドルに乗せる可能性も十分あるのではないのでしょうか。仮に金が 1200 ドルをつけるようなことがあれば、そのとき銀の価格はどうなっているのでしょうか・・・非常に興味深いところですが、ちなみに昨年金が 1000 ドルを越えたとき、銀は 20 ドルに乗せていました、いずれにしても銀と金の値動きから目が放せません。

ヘッジファンド

2009 年 1 月の Credit Suisse/Tremont ヘッジファンド指数は以下のようになりました。

CTA (マネジド・フューチャーズ) 型	-0.56% (+18.33%)
Distressed(破綻証券)型	-0.06% (-20.48%)
株式ロング/ショート型	-0.17% (-19.76%)
マルチ・ストラテジー型	+3.35% (-23.63%)
ショート・バイアス型	+3.69% (+14.87%)
注) () 内は昨年実績	

全ヘッジファンド戦略の平均指数は、久々に反転し+1.09%とまずまずの結果となりました、個別にみますと CTA がマイナスに転じましたが、これは米国を始めとした先進国の債券が下落に転じた(金利は上昇)ことが要因の一つだと思われます、2008 年の第 4 四半期 CTA は債券の売りポジションで大きく稼ぎましたが、2009 年は年初から債券価格の反転で少しつまづいた恰好です。他には先進国の株価下落で恩恵を受けたショート・バイアス型ファンドの好調が目立ちます、一方でそのような逆境のなか株式ロング・ショートもマイナスではありますが、健闘しているといえるのではないのでしょうか。

続いて以下代表的なヘッジファンド銘柄の 1 月度実績を御紹介いたします。

Thames River Distressed Focus Fund (破綻証券型)	-0.96%(-18.35%)
Thames River Warrior Fund (F o Fs)	-0.05% (-13.88%)
Nevsky Fund(株式ロング/ショート)	-1.00%(-17.27%)

Man AHL Diversified plc(マネッジド・フューチャーズ) -2.3%(+33.2%)

Man AP2XL(マルチ・ストラテジー) -0.4%(-30.7%)

Tulip Trend Fund (マネッジド・フューチャーズ) -0.44%(+50.87%)

【注】()内はいずれも年初来実績、月次実績は2009年1/31時点のもの

続いて当月のトピックスをいくつか下記に御紹介いたします。

マン社新しい豪ドル建て元本確保型ファンドをローンチ

マン社は1月に続き新しい元本確保型ファンドを発表いたしました、新ファンドの名称はMan OM-IP AHL Ltd、本ファンドはマン社のオーストラリアブランチの商品で、豪ドル建ての元本確保型商品です。最低投資額はAUD50,000となっておりますが、いつものOM-IP商品と同じくAUD10,000程度からAUD1,000刻みで購入可能だと思います。元本保証はNational Australia 銀行(S&P:AA)が行い、満期は2019年4月です。なお、募集は2009年2月2日から3月27日までとなっております。従来OM-IPシリーズはADPとGlenwoodもしくはRMFなど、マン社傘下のファンド・オブ・ヘッジファンズをブレンドした商品でしたが、本ファンドはADP100%の商品です。やはり同社はADP中心に軸足を移したのでしょうか。

PSL Assured Fund の解約価値の再計算

PSL社からのレターによれば、同社ファンドAssured Fundの解約価値の再計算を行う措置をとらせて頂くとのこと、同ファンドは生命保険の2次市場で運用するファンドですが、昨今の金融不安のなか、大手機関投資家2社から大口の解約を受け、この措置を取らざるを得ない状況になったとのこと、詳しい情報をご希望の方はご連絡下さい。

2. 今後の見通しについて

株式

NYダウ6年ぶりの安値更新、TOPIX25年ぶりの安値水準・・・先進国の株価は底が見えない状況が続いております、またGDP成長率、鉱工業生産指数、住宅着工件数など多くの指数をみても経済の先行きの暗さを示唆しております、一方で冒頭申し上げましたように、新興国株はここにきてやや持ち直しの動きが出ているようにみえます。

なかでも中国本土市場は昨年 10 月以来底堅い動き、いよいよ中国政府による経済対策が実行段階に移った様子で、企業業績に対する見方も一時の悲観一色という状態から、先行きに対するやや明るい期待が出始めているようにもみえます、実際に中国国内の鉄鋼や素材などの在庫が減少し、海外からの調達も徐々に活発化しているようです、この状況はまず鉄鉱石運搬船の用船料の回復というかたちで現れました。鉄鉱石の輸送に使われる大型運搬船の用船料は、昨年 11 月時点で一日千ドル台まで下落していましたが、今年に入り急騰し、現在は 3 万ドル台で推移しています、さらには我が国の素材メーカーに対する発注も回復の兆しがみえ、日本の素材メーカーのなかには減産幅を抑える動きもでていようです(2009年3月23日 日経朝刊)

下記は香港 H 株指数と中国 A 株指数の週足チャートですが、いずれも昨年 10 月をボトムにして、やや上昇の兆しが出ています。

【香港 H 株指数】



【中国 A 株指数】



(いずれもサーチナサイトより)

さてこの先進国株の下落基調と新興国株の反転基調を、私達はどのように解釈すればよいのでしょうか・・・私は下記2通りの解釈ができると思います。

新興国株の反転から、やがて先進国株に波及してゆくシナリオ

ものごとの方向性が反転するとき、それに先立って小さな予兆がみえることがあります、相場の世界でよく似た現象がみえることがあります、例えば日本株の2003年・・・あのとき日経平均は2003年の4月まで下げ続けましたが、それに先立って新興市場(当時の店頭市場)株は既に2002年末から徐々に上昇を始めていました、当時私はそこまで深く考えず、なぜ店頭株が上昇し始めたのかな・・・程度にしか考えていませんでした、が、後から振り返ってみたら、あれが相場の反転の予兆だったわけです。一般に大きな市場を動かすには、それなりの大きなエネルギーが必要ですが、春の訪れを告げる道端の雑草が花を咲かせるに、それほど大きなエネルギーは要りません・・・

もしすでにマーケットのなかに、相場の反転エネルギーが溜まりはじめているとすれば、それが形となって現れるのは、時価総額の小さな新興国株市場ということになるのかもしれない、特に中国株は政府による財政出動期待が世界で最も高く、かつ(議会承認が不要だけ)スピード感にも富んでおり、経済反転の兆しをいち早く感じとったマネーは、まず中国株に流れる。

中国の内需拡大が、徐々に中国の経済指標の改善という客観的な数字として現れたあと、中国への輸出で潤う先進国企業の業績改善の話題がマスコミで報道されるようになる、その当たりが先進国株の反転の時期、世界同時株高へ向けて徐々に市場は暖まり始める。

新興国株の反転は一時的、再び2番底を探る展開へ、というシナリオ

中国の内需の盛り上がりは確かに起きていますが、問題はそれがどの程度世界経済を引っ張ることができるかという力学上の問題ではないでしょうか、中国はいま、世界経済を救うために経済対策を打っているわけではありません、彼らの当面の目的は内需主導型経済を早期に完成させ、なおかつGDP成長率8%を死守することにあります、結果としてそのことが先進諸国の輸出拡大に多少の寄与をもたらすことはあっても、中国のGDPは、世界の僅か6%足らずを占めるに過ぎません、これに対し25%を占める米国や、31%を占める欧州を牽引する力はありません。

ここしばらくは中国株が上昇を続ける可能性はありますが、いずれ期待が大きすぎたことを悟ったマネーはやがては離散し、新興国株は再び大きな下落に見舞われる。

さて皆さんはどう思われますか、後者の悲観論にも説得力がありますが、仮に先進国サイドである程度市場反転に向けた準備ができていれば、中国の内需拡大は、世界の株価反転にむけた一つのきっかけにはなるように思います。

ただしいまのところ先進国の足元はまだまだぬかるんでおり、相場反転への基盤ができているとは思えません、中国の内需拡大を世界経済反転への兆しとするためには、日米欧による一日も早い金融安定化策の具体化と、財政出動の実施が必要ではないでしょうか。

コモディティ

今月の特徴は、コモディティ全体で見た場合の相場の低迷と、金・銀など貴金属相場の上昇の対比にあるといえるでしょう、貴金属相場の上昇の背景には、世界経済の先行き不安からペーパーマネーへの信任の低下があると思われる、この状態が短期的に改善するとは思えず、しばらくはこのような基調が続くのではないのでしょうか。

一方で銅やアルミなどのベースメタルに目を転じますと、中国の内需拡大に伴う需要の増加がどの程度相場を動かすことになるのか、その点も注意しておきたいところです、ニッケルや銅、アルミニウムなどは住宅建設等に欠かせない金属ですが、現在中国政府が進めている内需振興策により内陸部での住宅投資が活発化する可能性があります。

現在のベースメタルの相場水準は世界的な住宅着工の減少もあり低位に沈んでいますが、米中の住宅投資やインフラ投資が本格化しますと、ベースメタルの相場も再び上昇を始める可能性があります、ベースメタルへの投資は銅やアルミニウムなど、鉱山の権益を持った企業の株を購入する方法が一般的ですが、下記のようなETFを購入する方法もあります。

- ・ 銅 ETFs Copper
- ・ アルミニウム ETFs Aluminium
- ・ ニッケル ETFs Nickel
- ・

上記はロンドンに拠点を置くETF Securities社が運用するETFで、いずれもロンドン証券取引所に上場されており、海外の証券会社やPPB（FPI社 Reserveなど）経由で購入可能です、ご希望の方がいらっしゃったらお申し出下さい。

ヘッジファンド

2009 年に入りヘッジファンドの混乱も、やや落ち着きを取り戻しつつあるように思いますが、前記の PSL Assured の解約価値控除の件など、まだまだ警戒を解けない状態が続いているといえそうです、一方で、最近マネジド・フューチャーズに対する皆さんの関心は高く、さまざまなお質問を頂戴します、例えば先日のセミナーでヘッジファンド規制の影響についてのご質問、あるいは万一運用会社が破綻した場合の対応についてなどのご質問を頂戴しましたが、私はその場で以下のようにお答えしました。

Q:カラ売り規制やレバレッジの規制の影響は？

A:一般的にマネジド・フューチャーズは個別株の売買を行っていません、もちろん株を投資対象にするケースはありますが、その場合は例えば Nikkei225 とか NY ダウ株価指数といった指数先物の売買を行っています、当局が指数先物まで規制することは考えにくく、その点では影響ないと思います。レバレッジについては、一般的にマネジド・フューチャーズはそれほど高いレバレッジをかけているわけではなく、余程厳しい規制が掛からない限り、大きな影響はないと思います。

Q:万一運用会社が破綻したらどうなりますか？お金は返ってこないのでしょうか？

A:マネジド・フューチャーズの場合、集めたお金を全額投資に回すのではなく、例えば集めたお金の 20% (平均的にはこの程度です、この率のことを Margin to Equity と呼びます) を先物市場での証拠金に充当し、残りの 80% は流動性の高い短期債等で安全運用するのが一般的です、すべてのマネジド・フューチャーズに等しく当てはまるとは言い切れませんが、一般的にはファンドが破綻しても、この 80% 相当部分は投資家の手元に返還される可能性があります、また 20% についても、商品や金融先物市場は比較的透明性と流動性が確保されており、万一の破綻時に速やかにポジションを解消し、現金化できる可能性があるといえそうです。

上記のような安全性の観点でも、また株式相場との相関性という点でも、やはりここしばらくはマネジド・フューチャーズを軸に、ヘッジファンド・ポートフォリオを組み立ててゆかざるを得ないのではないのでしょうか。

以上 2009 年 2 月度のレポートをお届けしました、最後までお読みいただき誠にありがとうございました、なおスイッチ等のご希望がございましたらご遠慮なくお尋ね下さい。

では皆様の今月の成功をお祈りしております

(ご注意) 本レポートの作成には十分に注意を払っておりますが、本レポートに基づく投資によるいかなる損失をも弊社は補償するものではありません。

(株) 銀座なみき F P 事務所 田中徹郎
金融商品取引業者登録投資助言・代理業
関東財務局長(金商)第 2063 号

2009 年 2 月 24 日

(注 意) 本 レ ポ ー ト



の

作成には十分に注意を払っておりますが、本レポートに基づく投資によるいかなる損失をも弊社は補償するものではありません。